

Псевдостерилизация

Кирилл Сосунов, ведущий эксперт Института открытой экономики

Мы получаем низкую инфляцию за счет того, что выплачиваем государству больше, чем оно тратит на нас.

За последние два года ЦБ нарастил свои валютные резервы более чем на 40 млрд. долларов. Под покупку этой валюты он эмитировал 1,2 трлн. рублей. Рублевый эквивалент иностранных активов денежных властей за два года более чем удвоился, тогда как накопленная инфляция за 2002-2003 годы составила лишь 29%. Большинство комментаторов объясняют столь низкую для такой активной денежной политики инфляцию двумя факторами: бурным ростом спроса на деньги и успешной стерилизацией избыточной денежной массы.

Действительно, быстрый рост экономики и реальное укрепление рубля привели к значительному росту спроса на деньги со стороны частного сектора. Однако по нашим расчетам он покрыл лишь 30% всей рублевой эмиссии ЦБ под покупку валюты. Остается стерилизация. Однако какова действительная заслуга ЦБ в такой стерилизации? В большинстве экономик стерилизация избыточной денежной массы проводится обратными операциями ЦБ на рынке государственных ценных бумаг - денежные власти обменивают частному сектору один актив (деньги) на другой (облигации), при этом общая стоимость активов частного сектора не уменьшается. В России стерилизация проводится по двум каналам – через прирост средств на счетах бюджета и через накопление высоколиквидных денежных средств у банковской системы, которые последняя не вбрасывает в экономику в виде новых кредитов. Остановимся на каждой из них.

Увеличение средств на бюджетных счетах в ЦБ есть не что иное, как изъятие части доходов из экономики - часть рублей полученных агентами взамен на проданные доллары выплачивается в виде налогов, а Минфин вместо того чтобы тратить эти рубли на социально необходимые расходы просто возвращает эти деньги назад в ЦБ. В результате снижение инфляции достигается заменой инфляционного налога другими -- мы получаем низкую инфляцию ценой того, что выплачиваем государству больше, чем оно тратит на нас. Расчеты показывают, что размеры полученных таким образом средств сопоставимы с инфляционным налогом -- если бы денежные власти отказались от такого механизма стерилизации то инфляция бы как минимум удвоилась.

Другая компонента стерилизации связана с увеличением резервов банковской системы. Избыточные резервы банков возросли в 2002-2003 гг. в два с половиной раза. За счет этого 10,6 млрд. долларов, четверть из всей купленной ЦБ валюты, не выплеснулась в экономику в качестве рублевой массы. Однако является ли это действительно заслугой ЦБ? Вряд ли. Похоже, у банков пока еще просто нет достаточного количества достойных нерисковых проектов которые можно кредитовать, и единственная возможность размещения свободных средств -- это счета в ЦБ. Более того, есть все основания полагать, что такая "стерилизация" -- лишь отложенная инфляция. Ведь средства на корсчетах в любой момент могут быть направлены банками назад в экономику, и по мере развития денежного рынка, ипотечного кредитования и банковского сектора в целом банки будут это делать, что неминуемо приведет к росту цен.

Мы попытались спрогнозировать, какое количество валюты может скупить ЦБ в течение текущего года для того, чтобы не прибегая к механизмам стерилизации, описанным выше, удержать инфляцию на официальном прогнозном уровне этого года -- 10%. В нашем анализе мы основывались на предположениях, основной смысл которых состоит в том, что в течение 2004 г. не произойдет изменений во внешне- и внутри -экономической конъюнктуре

и страна сохранит высокие темпы роста. Мы пришли к выводу, что ЦБ может скупить около 16 млрд. долларов, не прибегая к стерилизации и при этом удержать инфляцию на уровне 10%. Реальный эффективный курс рубля в этом случае укрепится на 20%, когда в прошлом году он практически не изменился.

Однако наблюдение за денежной политикой ЦБ в первом квартале 2004 г. позволяют сделать интересное наблюдение. Действия ЦБ в январе-феврале показывают что несмотря на заявления о руководителях Банка о снижении интервенционной активности ЦБ продолжал вести политику активной скупки валюты скорее всего с целью предотвратить слишком быстрое укрепление рубля. За два месяца 2004 г. международные резервы ЦБ выросли на 9 млрд. долларов. Очевидно, что Банк вынужден проводить "стерилизацию" избыточной денежной массы. Средства на счетах Правительства за этот период возросли на 5.2 млрд. долларов, избыточные резервы банковской системы - на 2.4 млрд. долларов. Однако в марте валютные резервы сократились на 2.9 млрд. долларов. Отчасти это можно объяснить выплатами по внешнему долгу однако нам представляется что в основном сокращение резервов связано с политикой ЦБ на внутреннем рынке – в марте коммерческие банки сняли со своих счетов в ЦБ 2.8 млрд. долларов, в то же время денежная база почти не изменилась (0.2 млрд. долларов – видимо ЦБ решил воспрепятствовать расширению денежной базы (а, следовательно, и инфляции) обратной продажей долларов на открытом рынке. Таким образом мы видим что ЦБ уже находится перед выбором – либо допустить отложенную из прошлого инфляцию либо потратить скупленные ранее доллары на борьбу с ней и допустить укрепление рубля. В заключение хочется сделать вывод о том что нынешняя политика денежных властей скорее всего позволит удержать инфляцию на запланированном уровне и при этом избежать резкого укрепления рубля. Однако важно заметить, что это произойдет за счет того, что потери частного сектора от возможно большей инфляции (инфляционный налог) будут отчасти заменены потерями связанные с разницей между суммой уплаченных экономикой налогов и полуученным ей количеством бюджетных расходов, а отчасти отложат инфляцию до того времени когда развитие финансового сектора экономики приведет к тому что банки в качестве кредитов начнут вливать в экономику огромную накопленную ими сумму избыточных резервов – в этом случае единственный способ противостоять инфляции – это продавать скупленные ранее доллары, тем самым не позволяя денежной массе расти.

Опубликовано в журнале Эксперт, № 14, 12.04.04.